

# 国药现代 (600420.SH)

买入 (首次评级)

国药旗下统一的化药工业平台，改革已见成效

当前价格：11.68 元

## 投资要点：

### ➤ 国改提质增效、原料药价格高位驱动业绩高增长

公司 2023 年/2024Q1 营业收入分别增长-6.86%/-8.60%，归母净利润分别增长 10.21%/84.83%。公司销售费用率从 2019 年的 29.59% 逐渐下滑至 2023 年的 17.84%，2024Q1 进一步下降至 14.52%，其主要是公司降本增效项目制的推动成效以及公司制剂产品集采挤压销售费用所致，预期降本增效持续推进，公司各项费用率仍将下降。

2023 年原料药板块毛利率由 2022 年的 12.94% 大幅提升至 23.84%，目前抗生素原料药与中间体价格处于高位，公司积极调整产品结构，部分高毛利产品销售规模同比增加。随着公司在生产端精益管理、降本增效，公司原料药板块毛利率预期仍将继续提升。

### ➤ 集采压力趋缓&工商医协同，制剂板块预期稳定

随着公司过亿制剂产品大多纳入集采，核心产品硝苯地平控释片集采已在报表端体现，公司制剂板块受到集采影响趋缓。作为国药旗下统一的化药工业平台，公司积极参与国药集团“自家亲”发展计划，持续加强与国药集团内部商业巨头国药控股的合作，落实“工商医协同”，预期公司制剂板块营收规模保持稳定。

### ➤ 账面货币资金充足，外延投资并购有支撑

截止 2023 年年报，公司总资产 193.52 亿元，总负债 50.14 亿元；公司资产负债率从 2018 年的 48.72% 逐渐下降至 2023 年的 25.91%。2023 年公司账面货币资金 59.73 亿元，充足的在手现金为公司外延投资并购提供支撑。预期公司将积极拓展产业链、完善业务布局，加大外延式产业布局。

### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-5%/0%/0%，归母净利润增速分别为 37%/17%/13%，EPS 分别为 0.71 元、0.83 元、0.93 元。考虑公司作为国药集团旗下统一的化药工业平台，具有国药集团内工商医协同优势，且国改降本增效预期持续改善公司业绩；首次覆盖给予“买入”评级。

### ➤ 风险提示

抗生素原料药与中间体价格下降，国改降本增效不及预期

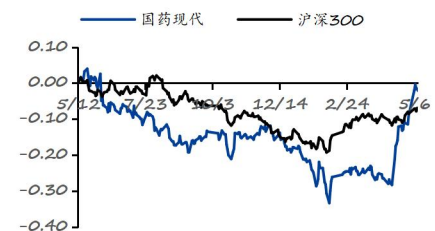
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,959	12,070	11,473	11,478	11,483
增长率	-7%	-7%	-5%	0%	0%
净利润 (百万元)	628	692	946	1,110	1,252
增长率	10%	10%	37%	17%	13%
EPS (元/股)	0.47	0.52	0.71	0.83	0.93
市盈率 (P/E)	25.0	22.6	16.6	14.1	12.5
市净率 (P/B)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,341.17/1,196.07
流通 A 股市值(百万元)	13,970.10
每股净资产(元)	9.48
资产负债率(%)	25.63
一年内最高/最低价(元)	12.65/7.61

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn  
分析师：王帅(S0210523060004)  
ws30160@hfzq.com.cn

## 相关报告



## 正文目录

1 国药集团旗下统一的化药工业平台 .....	3
2 抗生素原料药价格高位稳定，原料药毛利率提升 .....	5
2.1 调整产品结构，国药威奇达 2023 扭亏为盈 .....	5
2.2 国药天伟泌尿生殖类原料药业绩稳健增长 .....	7
3 制剂板块预期稳定，集采压力趋缓、工商医协同 .....	7
4 国改持续推进，在手现金充足有望外延投资并购 .....	9
5 盈利预测与投资建议 .....	9
5.1 盈利预测 .....	9
5.2 投资建议 .....	10
6 风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1： 公司股权结构 .....	3
图表 2： 公司现有子公司业务情况 .....	3
图表 3： 公司历年营收情况 .....	4
图表 4： 公司历年扣非归母净利润情况 .....	4
图表 5： 公司历年毛利率情况 .....	4
图表 6： 公司销售费用率情况 .....	4
图表 7： 公司原料药板块营收情况 .....	5
图表 8： 公司原料药板块毛利率情况 .....	5
图表 9： 2020-2023 年公司 6-APA 销量（吨） .....	5
图表 10： 6-APA 价格走势 .....	5
图表 11： 2020-2023 年公司阿莫西林销量（吨） .....	6
图表 12： 阿莫西林价格走势 .....	6
图表 13： 2020-2023 年公司克拉维酸系列销量（吨） .....	6
图表 14： 克拉维酸系列价格走势 .....	6
图表 15： 2020-2023 年公司头孢曲松钠销量（吨） .....	6
图表 16： 头孢曲松钠价格走势 .....	6
图表 17： 2020-2023 年公司 7-ACA 销量（吨） .....	7
图表 18： 7-ACA 价格走势 .....	7
图表 20： 公司制剂板块营收情况 .....	8
图表 21： 公司制剂板块毛利率情况 .....	8
图表 23： 公司资产与负债情况（亿元） .....	9
图表 24： 公司账面货币资金情况（亿元） .....	9
图表 25： 公司主营业绩拆分预测表 .....	10
图表 26： 可比公司估值表 .....	11
图表 27： 财务预测摘要 .....	12



## 1 国药集团旗下统一的化药工业平台

公司成立于1996年，是由中国工程院院士创立的专业从事医药产品研发、生产、销售的医药行业高新技术企业，于2004年上交所主板上市。2010年4月公司控股股东上海医工院并入国药集团后，公司也归属国药集团版图。2016-2017年按照国药集团统一决策部署顺利完成重大资产重组，成为国药集团旗下统一的化药工业平台。

**图表 1：公司股权结构（2024 一季报）**

股东名称	占总股本比例
上海医药工业研究院有限公司	17.86%
中国医药投资有限公司	12.97%
国药集团一致药业股份有限公司	12.46%
中国医药集团有限公司	11.41%
国药控股股份有限公司	1.42%
其他股东	43.88%

数据来源：wind，华福证券研究所

**图表 2：公司现有子公司业务情况**

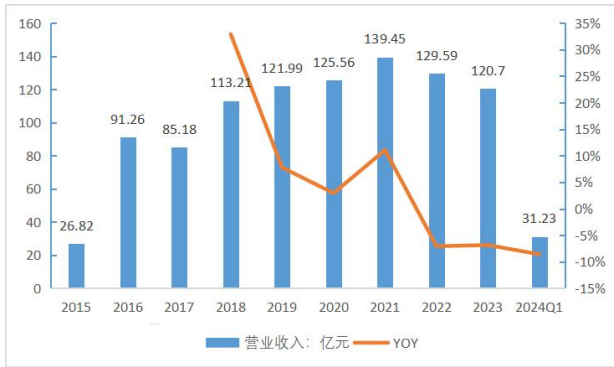
子公司		2021	2022	2023	主要产品
1. 国药威奇达 100%	收入	53.89	50.30	48.30	原料药：抗生素类原料药+中间体；制剂
	净利润	0.80	-1.38	1.79	
2. 国药致君 51%	收入	15.41	14.00	14.20	制剂：头孢类抗生素制剂
	净利润	2.25	1.46	1.47	
3. 国药工业 100%	收入	3.15	4.16	5.16	制剂：麻药类（瑞芬太尼）
	净利润	0.07	0.12	0.23	
4. 国药容生 100%	收入	10.92	10.83	9.99	制剂：烟酰胺、甲泼尼龙注射液
	净利润	0.73	0.87	1.06	
5. 国药青海 52.92%	收入	0.95	0.96	1.28	制剂：安宫牛黄丸；动物疫苗
	净利润	0.12	0.11	0.10	
6. 国药致君坪山 51%	收入	4.55	4.33	5.07	制剂：双氯芬酸钠缓释片、健儿清解液
	净利润	0.85	0.99	1.68	
7. 国药天伟 55%	收入	4.04	4.82	5.48	原料：辅助生殖类、降糖降脂
	净利润	1.89	2.27	2.27	
8. 国药川抗 72%	收入	3.38	2.86	2.56	制剂：硝呋太尔制霉菌素、他克莫司
	净利润	0.23	0.3	0.38	
9. 一心制药 51%	收入	5.99	3.94	2.49	制剂：甘露聚糖肽、奥曲肽、阿糖胞苷
	净利润	0.13	0.00	-0.20	
10. 国药哈森 51%	收入	8.69	7.64	5.85	制剂：雷尼替丁、法莫替丁

	净利润	-0.16	-0.08	-0.11	
11. 国药三益 51%	收入	1.53	1.57	1.80	制剂：皮肤外用药、眼科用药
	净利润	0.04	0.09	0.16	
12. 国药新疆 55%	收入	1.59	1.64	2.16	制剂：复方甘草片、复方雪莲胶囊
	净利润	0.06	0.05	0.15	

数据来源：2021-2023 年公司年报，wind，华福证券研究所

2015 年时，国药现代及其子公司营收规模 26.82 亿元，重点产品包括硝苯地平控释片、马来酸依那普利片、尿源生化制品原料药。2016 年公司以发行股份及支付现金购买资产的方式购买国药系旗下的国药一致、国药控股等上市公司和国药投资等非上市公司持有的化药工业资产，重组完成后的 2017 年公司整体营收规模达到了 85.18 亿元。受到集采影响，2022 年公司营收下滑；但是由于降本增效的推进，公司扣非归母净利润保持增长。

图表 3：公司历年营收情况



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 4：公司历年扣非归母净利润情况



数据来源：wind，华福证券研究所

2019 年开始，公司原料药受到产品价格波动毛利率下滑，仿制药也由于国家带量采购的推进逐渐下滑。2022 年开始，公司重点产品硝苯地平控释片、注射用甘露聚糖肽、醋酸奥曲肽注射液等产品因集采、医保目录调整而出现收入下滑。

由于集采后挤压了销售费用、公司降本增效的项目持续推进，公司销售费用率逐渐下降。公司销售费用率从 2019 年的 29.59% 逐渐下滑至 2023 年的 17.84%。

图表 5：公司历年毛利率情况



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 6：公司销售费用率情况



数据来源：wind，华福证券研究所



## 2 抗生素原料药价格高位稳定，原料药毛利率提升

公司原料药业务主要是子公司国药威奇达的抗生素原料药与中间体、子公司国药天伟的尿源生化制品和降糖降脂类原料药。2023 年原料药板块收入 47.89 亿元，国药天伟 2023 年营业收入 5.48 亿元，由此推算国药威奇达原料药与中间体的收入规模约 40 亿元。

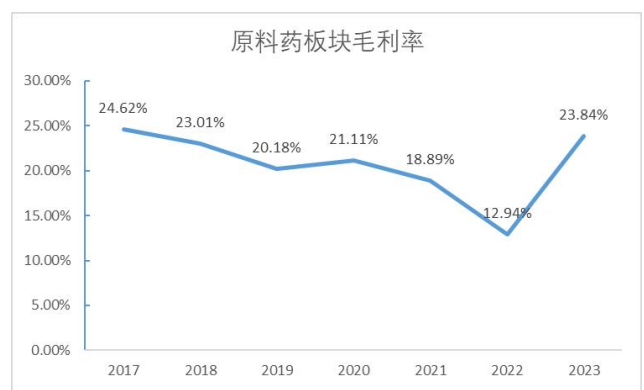
由于 2022 年末客户集中备货，2023 年医药中间体 6-APA 销量同比下降 27.44%；7-ACA 量价齐降；7-ADCA 因市场容量小面临供给过剩；青霉素工业钾盐市场需求下行，销量同比下降 16.06%；2023 年公司原料药及医药中间体板块收入同比减少 3.32 亿元。

图表 7：公司原料药板块营收情况



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 8：公司原料药板块毛利率情况

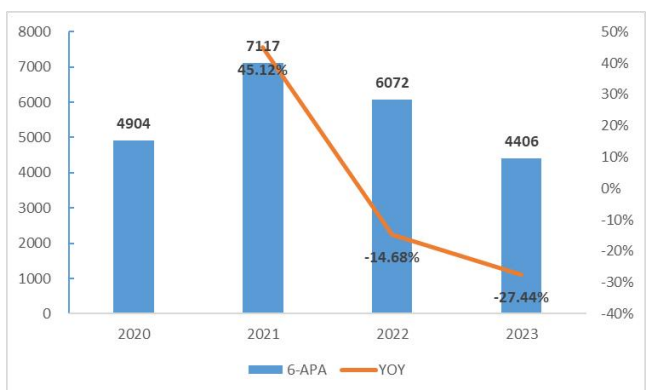


数据来源：wind，华福证券研究所

### 2.1 调整产品结构，国药威奇达 2023 扭亏为盈

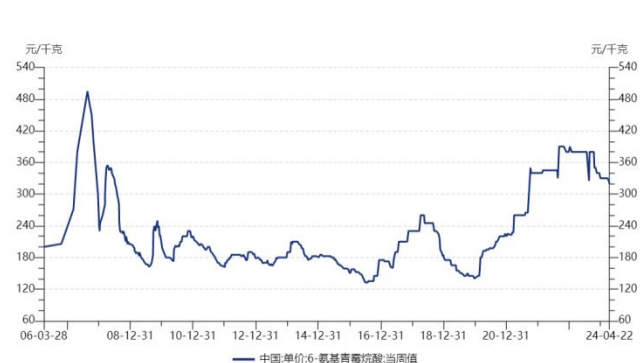
2023 年原料药板块毛利率大幅提升至 23.84%，主要是国药威奇达抗生素原料药与中间体产品结构调整，期间阿莫西林、克拉维酸系列销量同比分别增加 35.36%、24.88%。子公司国药威奇达的净利润也从 2022 年的-1.38 亿元扭亏至 2023 年的 1.79 亿元。

图表 9：2020-2023 年公司 6-APA 销量（吨）



数据来源：2021-2023 年公司年报，华福证券研究所

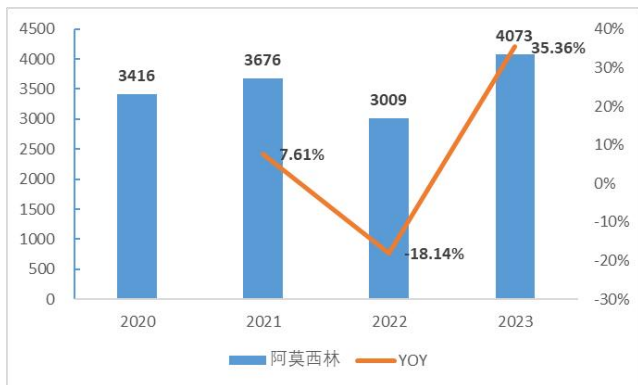
图表 10：6-APA 价格走势



数据来源：wind，华福证券研究所

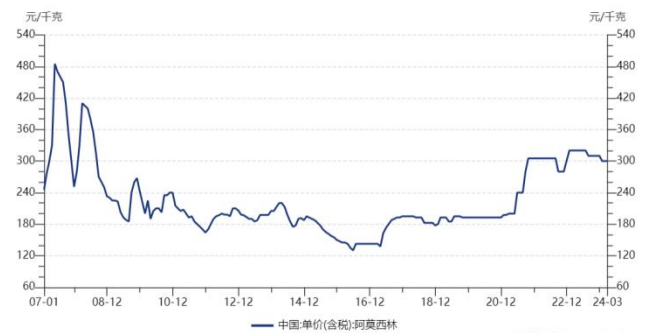


图表 11: 2020-2023 年公司阿莫西林销量 (吨)



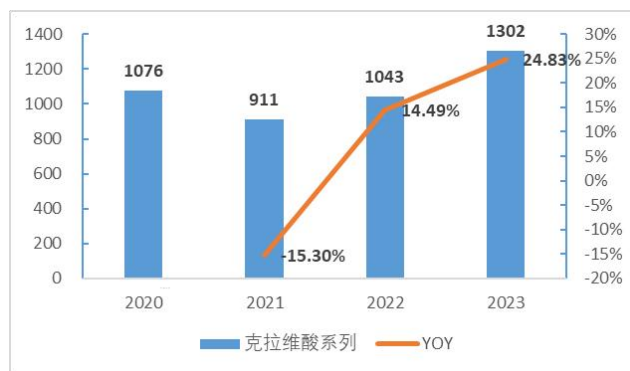
数据来源: 2021-2023 年公司年报, 华福证券研究所

图表 12: 阿莫西林价格走势



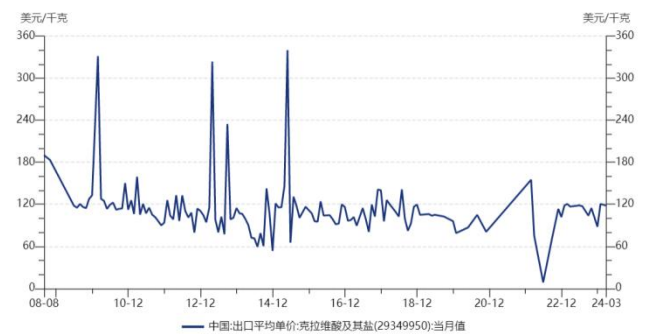
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 13: 2020-2023 年公司克拉维酸系列销量 (吨)



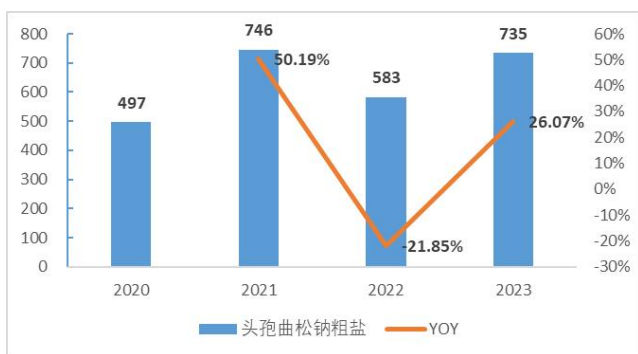
数据来源: 2021-2023 年公司年报, 华福证券研究所

图表 14: 克拉维酸系列价格走势



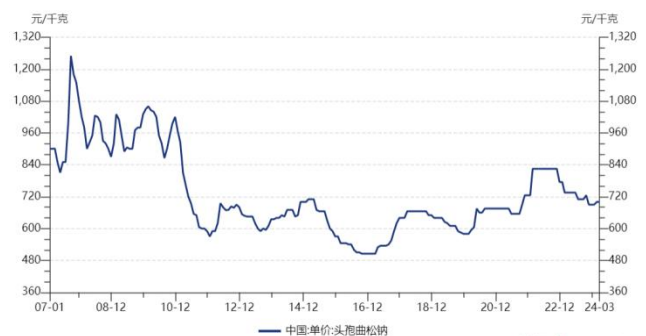
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 15: 2020-2023 年公司头孢曲松钠销量 (吨)

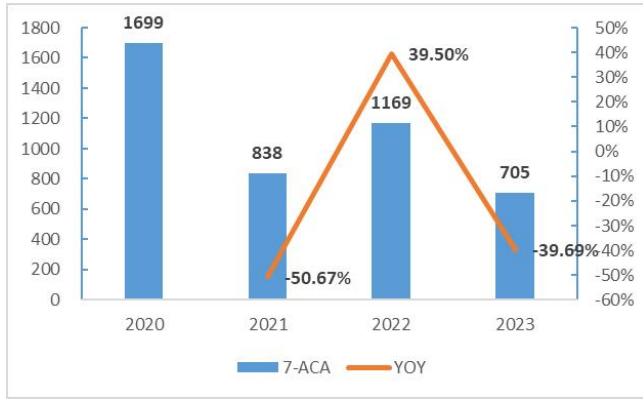


数据来源: 2021-2023 年公司年报, 华福证券研究所

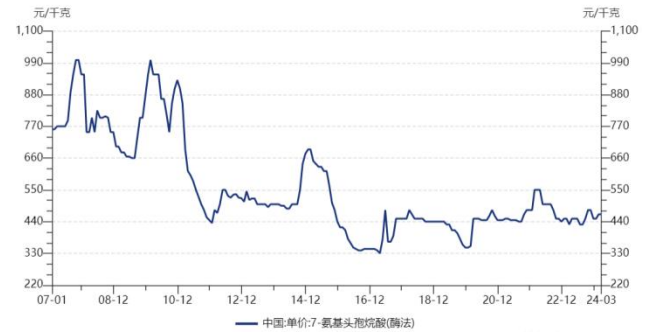
图表 16: 头孢曲松钠价格走势



数据来源: wind, 华福证券研究所


**图表 17: 2020-2023 年公司 7-ACA 销量 (吨)**


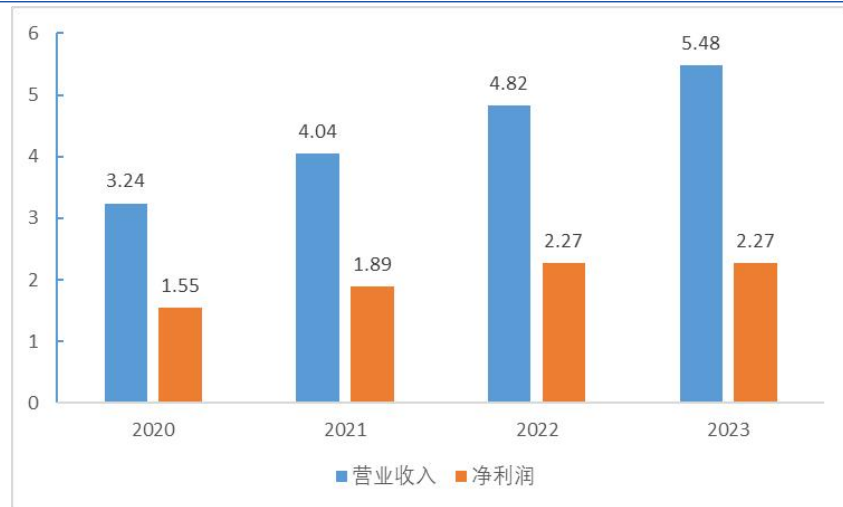
数据来源: 2021-2023 年公司年报, 华福证券研究所

**图表 18: 7-ACA 价格走势**


数据来源: wind, 华福证券研究所

## 2.2 国药天伟泌尿生殖类原料药业绩稳健增长

子公司天伟生物主营是泌尿生殖类原料药, 具体产品为尿源生化制品和降糖降脂类原料药。由于产品竞争格局较好, 国药天伟的净利润一直保持较高水平, 预期国药天伟将持续保持稳健增长。

**图表 19: 国药天伟经营情况 (亿元)**


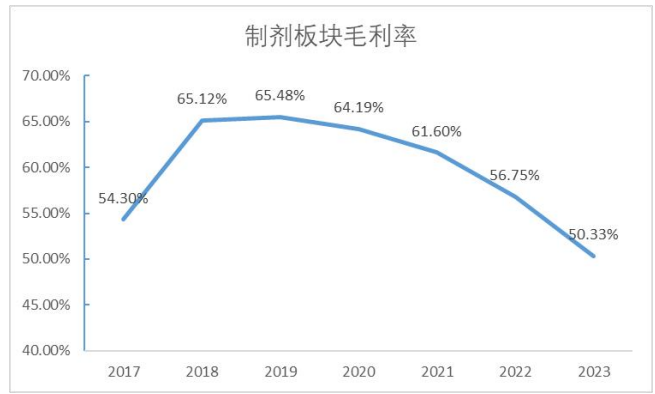
数据来源: wind, 华福证券研究所

## 3 制剂板块预期稳定, 集采压力趋缓、工商医协同

2023 年公司制剂板块实现销售收入 68.34 亿元, 比上年同期下降 9.28%, 第八批全国药品集中采购中标产品于 2022 年 11 月开始执行供货, 公司重点产品硝苯地平控释片 2023 年量价齐跌, 销量同比下降 22.44%。


**图表 20：公司制剂板块营收情况**


数据来源：wind，华福证券研究所

**图表 21：公司制剂板块毛利率情况**


数据来源：wind，华福证券研究所

2018年第一批国家集采后，公司大部分品种均已纳入集采，故而公司制剂板块毛利率从2019年开始逐渐下滑。此外醋酸奥曲肽注射液、注射用甘露聚糖肽、盐酸雷尼替丁注射液等部分单品因各级集采实施、医保目录调整、限制辅助用药等市场及政策因素影响，销量亦下降明显。

随着公司过亿制剂产品大多纳入集采，核心产品硝苯地平控释片集采已在报表端体现，公司制剂板块受到集采影响趋缓。作为国药旗下统一的化药工业平台，公司积极参与国药集团“自家亲”发展计划，持续加强与国药集团内部商业巨头国药控股的合作，落实“工商医协同”，预期公司制剂板块营收规模保持稳定。

**图表 22：公司主要制剂产品销售情况**

主要在销制剂产品	销售量（万盒/支）	YOY	集采
硝苯地平控释片	5148	-22.44%	第七批
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	9523	84.51%	第七批
注射用头孢呋辛钠	2208	-2.07%	第五批
头孢呋辛酯片/胶囊	7718	6.65%	第一批
双氯芬酸钠缓释片	8782	-1.39%	——
注射用头孢曲松钠	2228	30.12%	第五批
注射用头孢唑肟钠	1027	61.05%	——
阿莫西林胶囊	3190	25.31%	第二批
注射用盐酸瑞芬太尼	46	3.64%	——
头孢克洛缓释胶囊	646	-11.55%	——
头孢克肟颗粒/胶囊	5719	3.68%	第七批
头孢地尼分散片	1889	18.07%	第三批
苯磺酸氨氯地平片	8910	-14.40%	第一批
复方甘草片	2467	28.65%	——
马来酸依那普利片	2554	7.19%	第一批
普伐他汀钠片	722	29.22%	——

数据来源：2023年公司年报，药智网，华福证券研究所



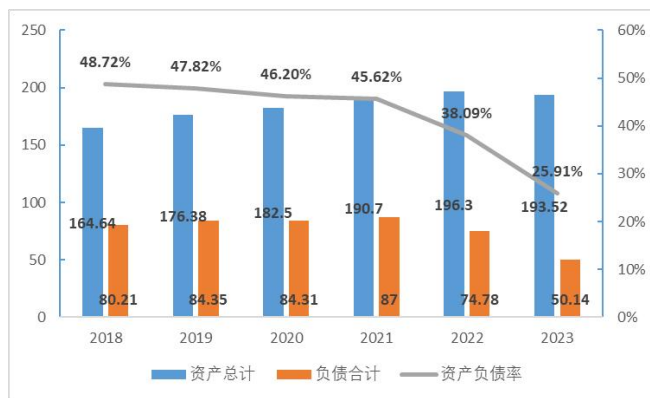


## 4 国改持续推进，在手现金充足有望外延投资并购

2023 年公司入围国务院国资委新一轮国企改革“双百行动”扩围名单，公司认真制定并深入践行《持续深化改革暨双百行动实施方案》，建立各级工作台账，明确“时间表”“任务书”“路线图”。聚焦降本增效，开展提质增效大课题 236 个，全供应链价值流分析项目 23 个，TPM 设备保全活动的样板线数量 62 条，对 49 个重点品种开展关键技术经济指标考核。

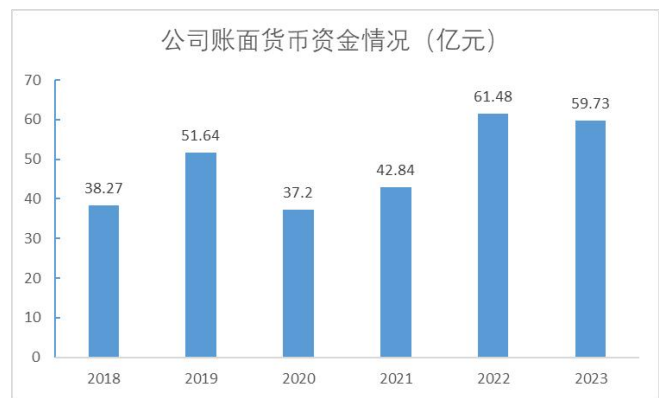
截止 2023 年年报，公司总资产 193.52 亿元，总负债 50.14 亿元；公司资产负债率从 2018 年的 48.72% 逐渐下降至 2023 年的 25.91%。2023 年公司账面货币资金 59.73 亿元，充足的在手现金为公司外延投资并购提供支撑。

图表 23：公司资产与负债情况（亿元）



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 24：公司账面货币资金情况（亿元）



数据来源：wind，华福证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年公司主营业绩做出以下假设：

(1) 由于公司制剂板块产品大多已经纳入集采，尤其是重磅产品硝苯地平控释片集采已经体现在报表端，随着集采的压力趋缓以及公司后续新的制剂产品推出，我们预计 2024-2026 年公司制剂板块营收增长分别为 -5%/0%/0%。

(2) 公司原料药板块主要是国药威奇达的抗生素原料药与中间体占绝大部分营收。阿莫西林、克拉维酸系列等产品增长趋势较好，而 6-APA、青霉素工业钾盐等产品有所下滑。由于目前抗生素原料药与中间体价格高位稳定，公司也在积极调整产品结构增加高毛利产品的销售，预计原料药板块 2024-2026 年营收增长分别为 -5%/0%/0%。

(3) 预期原料药板块毛利率提升，制剂板块毛利率维持。

(4) 预期在降本增效以及集采挤压销售费用双重驱动下，公司销售费用率延续

下降趋势。

图表 25：公司主营业绩拆分预测表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	120.40	123.93	137.39	126.83	116.65	110.88	110.93	110.98
YOY	7.31%	2.93%	10.86%	-7.69%	-8.03%	-4.95%	0.04%	0.05%
总毛利	59.91	58.82	60.68	49.44	45.90	45.05	45.06	45.07
总毛利率	49.76%	47.47%	44.17%	38.98%	39.35%	40.63%	40.62%	40.61%
1. 制剂营业收入	78.58	75.76	81.25	75.33	68.34	64.92	64.92	64.92
YOY	12.19%	-3.59%	7.25%	-7.29%	-9.28%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利	51.45	48.63	50.05	42.75	34.40	32.68	32.68	32.68
毛利率	65.48%	64.19%	61.60%	56.75%	50.33%	50.33%	50.33%	50.33%
2. 原料药营业收入	41.24	47.88	55.82	51.22	47.89	45.50	45.50	45.50
YOY	-1.22%	16.10%	16.58%	-8.24%	-6.50%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利	8.32	10.11	10.54	6.63	11.42	12.28	12.28	12.28
毛利率	20.18%	21.11%	18.89%	12.94%	23.84%	27%	27%	27%
3. 大健康营业收入	0.58	0.29	0.32	0.28	0.42	0.46	0.51	0.56
YOY	41.46%	-50.00%	10.34%	-12.50%	50.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	0.13	0.09	0.09	0.06	0.08	0.09	0.10	0.11
毛利率	22.46%	29.55%	27.87%	21.48%	19.97%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：wind，华福证券研究所

## 5.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-5%/0%/0%，归母净利润增速分别为 37%/17%/13%，EPS 分别为 0.71 元、0.83 元、0.93 元。考虑公司作为国药集团旗下统一的化药工业平台，具有国药集团内工商医协同优势，且国改降本增效预期持续改善公司业绩；首次覆盖给予“买入”评级。

可比公司选取：仙琚制药、健友股份、奥锐特、东诚药业均是原料药与制剂为主营的公司。

图表 26: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2024/5/10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002675.SZ	东诚药业	13.46	0.25	0.39	0.47	0.52	54	35	29	26	
605116.SH	奥锐特	24.82	0.71	0.95	1.25	1.59	35	26	20	16	
603707.SH	健友股份	13.90	-0.12	0.71	0.93	0.97	-116	20	15	14	
002332.SZ	仙琚制药	12.30	0.57	0.7	0.86	1.01	22	18	14	12	
			平均值					24	19	17	
	标的公司	11.68	0.52	0.71	0.83	0.93	22	16	14	13	

数据来源: wind, 华福证券研究所

## 6 风险提示

- **抗生素原料药与中间体价格下降:** 2024Q1 公司在收入略微下滑的情况下, 实现了利润的高速增长, 其中子公司国药威奇达根据抗生素原料药与中间体行业价格走势积极调整产品结构, 高毛利产品销售规模同比增加。目前抗生素原料药与中间体价格处于较高位置, 存在价格下降大幅影响业绩的风险。
- **国改降本增效不及预期:** 2023 年公司入围国务院国资委新一轮国企改革“双百行动”扩围名单, 公司按项目制推进降本增效, 2024Q1 销售费用率在 2023 年已经明显下降的情况下持续下降, 生产环节精益管理提升毛利率, 后续降本增效存在不及预期的风险。



图表 27：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,973	9,329	10,943	12,724	营业收入	12,070	11,473	11,478	11,483
应收票据及账款	1,445	1,192	1,105	1,072	营业成本	7,444	6,811	6,815	6,819
预付账款	150	136	136	136	税金及附加	138	126	126	126
存货	2,280	2,114	2,115	2,117	销售费用	2,154	1,950	1,836	1,722
合同资产	0	0	0	0	管理费用	770	711	689	655
其他流动资产	809	713	714	714	研发费用	569	539	516	459
流动资产合计	10,657	13,486	15,014	16,763	财务费用	-75	-179	-238	-233
长期股权投资	156	156	156	156	信用减值损失	18	5	6	7
固定资产	5,705	5,108	4,592	4,156	资产减值损失	-79	-80	-50	-30
在建工程	100	80	70	60	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	511	492	466	449	投资收益	27	2	11	13
商誉	160	160	160	160	其他收益	77	77	77	77
其他非流动资产	2,063	2,061	2,057	2,060	<b>营业利润</b>	<b>1,082</b>	<b>1,485</b>	<b>1,744</b>	<b>1,969</b>
非流动资产合计	8,695	8,057	7,502	7,041	营业外收入	26	26	26	26
<b>资产合计</b>	<b>19,352</b>	<b>21,543</b>	<b>22,516</b>	<b>23,804</b>	营业外支出	11	11	11	11
短期借款	45	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,097</b>	<b>1,500</b>	<b>1,759</b>	<b>1,984</b>
应付票据及账款	1,559	2,737	2,610	2,633	所得税	132	181	212	239
预收款项	14	7	8	10	<b>净利润</b>	<b>965</b>	<b>1,319</b>	<b>1,547</b>	<b>1,745</b>
合同负债	231	207	207	207	少数股东损益	273	373	437	493
其他应付款	1,530	1,530	1,530	1,530	<b>归属母公司净利润</b>	<b>692</b>	<b>946</b>	<b>1,110</b>	<b>1,252</b>
其他流动负债	401	378	370	358	EPS (按最新股本摊薄)	0.52	0.71	0.83	0.93
流动负债合计	3,780	4,859	4,725	4,738					
长期借款	0	50	60	140					
应付债券	1,031	1,031	1,031	1,031					
其他非流动负债	203	203	203	203					
非流动负债合计	1,234	1,284	1,294	1,374					
<b>负债合计</b>	<b>5,014</b>	<b>6,143</b>	<b>6,020</b>	<b>6,112</b>					
归属母公司所有者权益	12,388	13,202	13,986	14,813					
少数股东权益	1,950	2,198	2,510	2,879					
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,338</b>	<b>15,400</b>	<b>16,496</b>	<b>17,691</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,352</b>	<b>21,543</b>	<b>22,516</b>	<b>23,804</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,720</b>	<b>3,627</b>	<b>2,002</b>	<b>2,220</b>
现金收益	1,700	1,978	2,063	2,192
存货影响	159	166	-1	-1
经营性应收影响	936	347	137	63
经营性应付影响	46	1,171	-126	25
其他影响	-1,121	-35	-71	-58
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,363</b>	<b>-494</b>	<b>-485</b>	<b>-503</b>
资本支出	-457	-201	-201	-216
股权投资	-6	0	0	0
其他长期资产变化	-900	-293	-284	-287
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,093</b>	<b>224</b>	<b>97</b>	<b>63</b>
借款增加	-2,248	5	10	80
股利及利息支付	-364	-477	-616	-752
股东融资	0	0	0	0
其他影响	1,519	696	703	735

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-6.9%	-4.9%	0.0%	0.0%
EBIT 增长率	8.9%	29.4%	15.1%	15.1%
归母公司净利润增长率	10.2%	36.8%	17.3%	12.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	38.3%	40.6%	40.6%	40.6%
净利率	8.0%	11.5%	13.5%	15.2%
ROE	4.8%	6.1%	6.7%	7.1%
ROIC	7.6%	9.1%	9.8%	10.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.9%	28.5%	26.7%	25.7%
流动比率	2.8	2.8	3.2	3.5
速动比率	2.2	2.3	2.7	3.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	48	40	36	34
存货周转天数	114	116	112	112
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.52	0.71	0.83	0.93
每股经营现金流	1.28	2.70	1.49	1.66
每股净资产	9.24	9.84	10.43	11.04
<b>估值比率</b>				
P/E	23	17	14	13
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	23	20	19	18

数据来源：公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn